

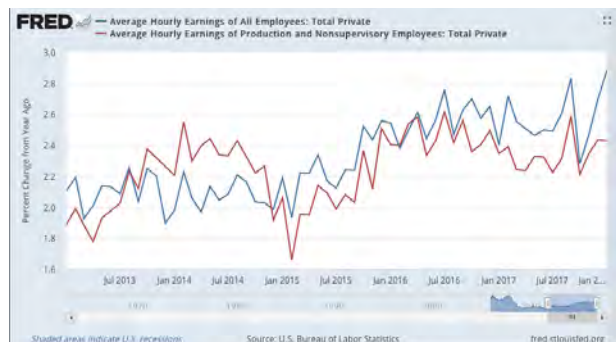
## Keine schnelle Rückkehr zu neuen Höchstständen



„Störungen sind am ehesten von einer Veränderung der Zinslandschaft zu erwarten“. Mit diesem Satz hatten wir unseren letzten Quartalsbericht im November vergangenen Jahres beendet. In der Tat wurde die Korrektur an den Börsen letzte Woche durch steigende Zinsen verursacht. Steigende Zinsen sind keine Überraschung, denn die Märkte erwarten bereits seit Monaten dieses Jahr etwa 3 - 4 Zinsanhebungen der amerikanischen Notenbank. Warum wurde dann plötzlich an den Märkten geradezu eine Panik verursacht? Der Auslöser war der Anstieg der amerikanischen Stundenlöhne um 2,9 %, der erstmals deutlich über der bisherigen Spanne lag. Steigende Löhne erhöhen nicht nur die Wahrscheinlichkeit evtl. sogar stärker als erwartet steigender Zinsen, sondern bedeuten auch für die Firmen steigende Kosten. Berücksichtigt man den starken Kursanstieg dieses Jahres, so war die Reaktion der Börsen durchaus verständlich. Möglicherweise handelt es sich jedoch bei dem Anstieg der Stundenlöhne um einen falschen Alarm: Wie wir im nachstehenden Chart sehen, betrug der Anstieg aller im Privatsektor Beschäftigten in der Tat 2,9 %. Schaut man aber nur auf die sogenannten Beschäftigten ohne Führungspositionen (etwa 80 % der Beschäftigten), dann erkennt man keinerlei Beschleunigung. Die Stundenlöhne der Führungskräfte und Beschäftigten ohne Führungsposition haben sich in der Vergangenheit weitgehend parallel bewegt, so dass der ungewöhnlich starke Sprung überrascht, der offenbar durch die Führungskräfte zu Beginn des Jahres veranlasst wurde (Boni fließen in die

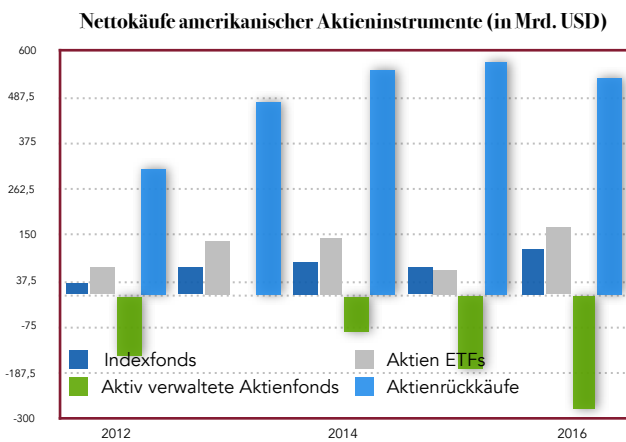
Stundenlöhne nicht mit ein). Es kann sich um einen Einmaleffekt handeln, es könnte aber auch der Vorbote für Lohnsteigerungen der grossen Gruppe der Beschäftigten ohne Führungsposition sein. Vor einem abschliessenden Urteil, ob es sich um einen Fehlalarm handelt müssen wir daher die Daten im nächsten Monat abwarten.

Steigende Zinsen wirken auf die Börsen nicht nur über Bewertung und Kosten, sondern verringern auch relativ zu Anleihen die Attraktivität von Aktien.



In Europa besteht hierfür noch keine Sorge, aber in den USA ist bei einem 10-Jahreszins von möglicherweise bald 3 % das Verhältnis weniger günstig. Ein weiterer Grund für eine Eintrübung des Börsenklimas in den USA könnte eine Reduzierung der Aktienrückkäufe amerikanischer Unternehmen sein. Amerikanische Unternehmen kaufen seit Jahren eigene Aktien und haben damit zur steigenden Bewertung der Aktien mit beigetragen. Dieser Sachverhalt ist bekannt und wird oft kritisiert, da die Gel-

der nicht in Investitionen fließen, sondern eher zur Erhöhung der Gewinne pro Aktie genutzt werden. Weniger bekannt ist jedoch das Ausmass dieser Aktienkäufe in Relation zu den Käufen von ETFs und Aktienfonds. Wir haben diesen Zusammenhang in der nachstehenden Tabelle dargestellt und er zeigt eindrucksvoll, welche entscheidende Rolle die Aktienkäufe der Unternehmen in den vergangenen Jahren gespielt haben. In diesem Zusammenhang kommt der weiteren Zinsentwicklung besondere Bedeutung zu, denn bei einem weiteren Anstieg könnte die Bereitschaft und Fähigkeit einiger Unternehmen zu einem kreditfinanzierten Kauf eigener Aktien abnehmen.

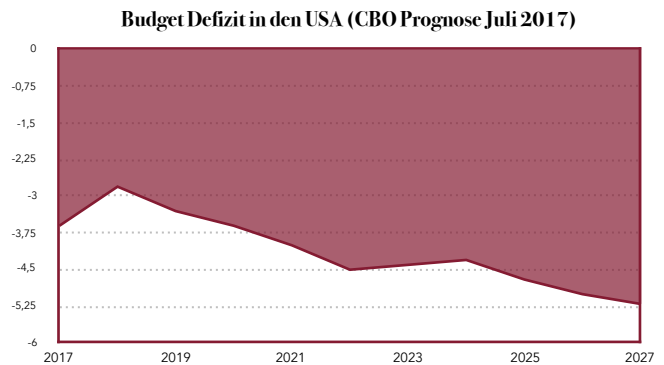


Diese Tabelle ist auch in anderer Ansicht bemerkenswert, denn sie gibt eine weitere Erklärung für die hohen Bewertungen: Gelder flossen aus aktiv verwalteten Fonds in ETFs, die querbeet in alle Aktien eines Index investieren und daher weniger sensitiv gegenüber Überwertungen einzelner Aktien sind. Etwas Ähnliches gilt auch für die Käufe eigener Aktien der Unternehmen.

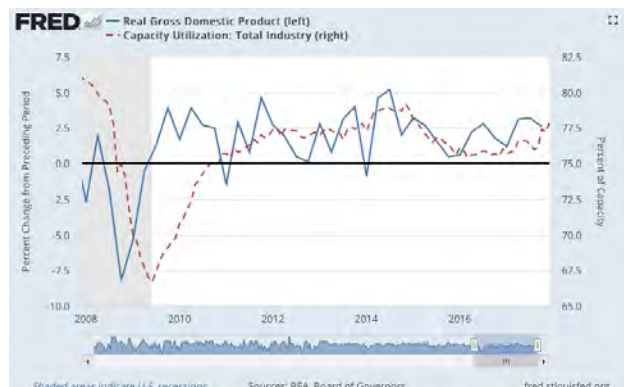
## USA

Obwohl der Auslöser für die neue Zinsangst der Anstieg der Stundenlöhne war, gab es bereits zuvor nach der Veröffentlichung der Daten zum Sozialprodukt für das vierte Quartal einen Zinsschub. Einer der wichtigsten Treiber für das Wachstum im vierten Quartal war eine erstaunliche Stärke des privaten Verbrauchs. Dieser Anstieg wurde durch die gute Entwicklung der verfügbaren Einkommen gestützt, aber auch durch einen weiteren Rückgang der Sparquote, die inzwischen mit 2,4 % fast ein historisch niedriges Niveau erreicht hat (Minimum Juli 2005 mit 1,9 %). Zinstreibend wirken auch die Nachrichten über eine Ausweitung der Schulden. Bereits

die Prognose des Congressional Budget Office vom Juli 2017 zeigte an, dass das Haushaltsdefizit sich in den nächsten Jahren deutlich erhöhen wird. Nach der Verabschiedung der Steuerreform ist gegenüber dieser Prognose hier jedoch eine weitere Verschlechterung zu erwarten, die ebenfalls das Zinsumfeld verschlechtert.



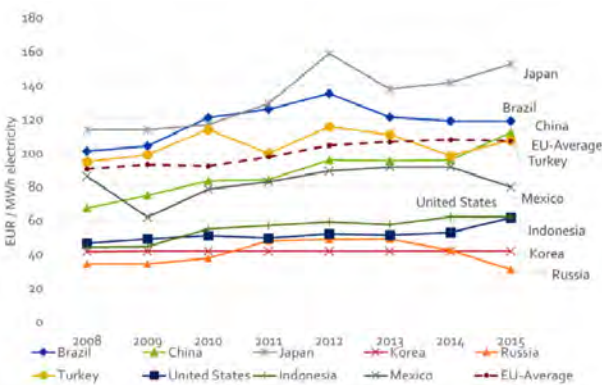
Die Verbesserung der amerikanischen Volkswirtschaft geht einher mit einer Erhöhung der Kapazitätsauslastung (s. den nachstehenden Chart für einen Zusammenhang zwischen Sozialprodukt und Kapazitätsauslastung). Die verbesserte Kapazitätsauslastung erhöht einerseits tendenziell den Druck auf die Preise, andererseits verbessert sie die Gewinnsituation der Unternehmen. Die bessere Auslastung erhöht aber auch die Chancen für eine weitere Stimulierung der Investitionsnachfrage und stellt das Wachstum auf eine breitere Grundlage.



## Europa

Nach der ersten Schätzung von Eurostat ist das Sozialprodukt im Euroraum im vierten Quartal um 0,6 % gestiegen. Dies entspricht einer Jahresrate von 2,7 % und bedeutet eine Beschleunigung speziell gegenüber den Vorquartalen in der ersten Jah-

reshälfte. Wir haben uns inzwischen daran gewöhnt, dass aus dem Euroraum nur gute Wirtschaftsnachrichten vermeldet werden und die gute Wirtschaftslage erklärt auch zu einem grossen Teil die Stärke des Euros. Abseits aller guten Daten werden derzeit jedoch die besonderen Herausforderungen der Eurozone vollkommen verdrängt. Es handelt sich nicht nur um die im Vergleich zu den USA zu hohe Steuerbelastung von Unternehmen und Privathaushalten. Die Wettbewerbsfähigkeit wird auch durch deutlich höhere Energiekosten vermindert, ein Thema welches öffentlich nicht diskutiert wird, welches aber in der Europäischen Kommission bereits in einer Studie im Jahre 2014 untersucht wurde. Aus einer neueren Studie (2016) wird ersichtlich, dass die EU insbesondere zu den USA deutlich höhere Kosten hat (s. nachstehendes Schaubild, welches die Entwicklung der Elektrizitätspreise der wichtigsten Handelspartner aufzeigt und der Studie der EU Kommission entnommen wurde).

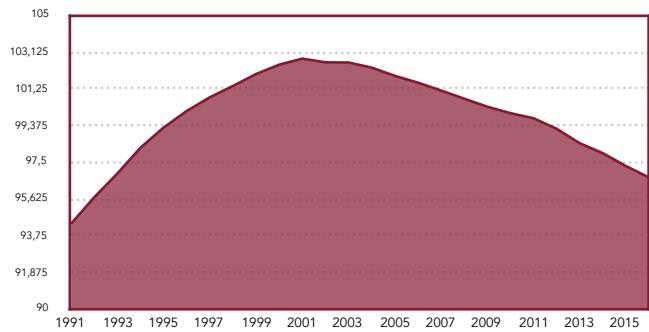


An dieser Stelle sei besonders nach dem „erfolgreichen“ Koalitionsvertrag ein kritischer Augenmerk auf unser eigenes Land gerichtet: Zwar spricht der Koalitionsvertrag in der Präambel von „einer neuen Dynamik für Deutschland“, der Weg dorthin bleibt aber nebulös, denn bei den entscheidenden Haushaltspositionen sind keine konkreten Beträge genannt. Auch der Hinweis „gemeinsam mit unseren französischen Partnern ein öffentlich verantwortetes Zentrum für künstliche Intelligenz zu errichten“ gibt wenig Hoffnung, dass es sich hier wirklich um konkretere Überlegungen zur Förderung von KI handelt, denn weder die Anzahl noch die Herkunft der dazu notwendigen zahlreichen Wissenschaftler ist genannt. Aber selbst wenn man dieses Projekt ernsthaft anginge, folgte Deutschland damit auch nur dem Weg, den die USA, Russland und China schon vor Jahren beschritten haben.

Bei aller „Dynamik“ fällt besonders auf, dass das Rückgrat der deutschen Volkswirtschaft, der Kapi-

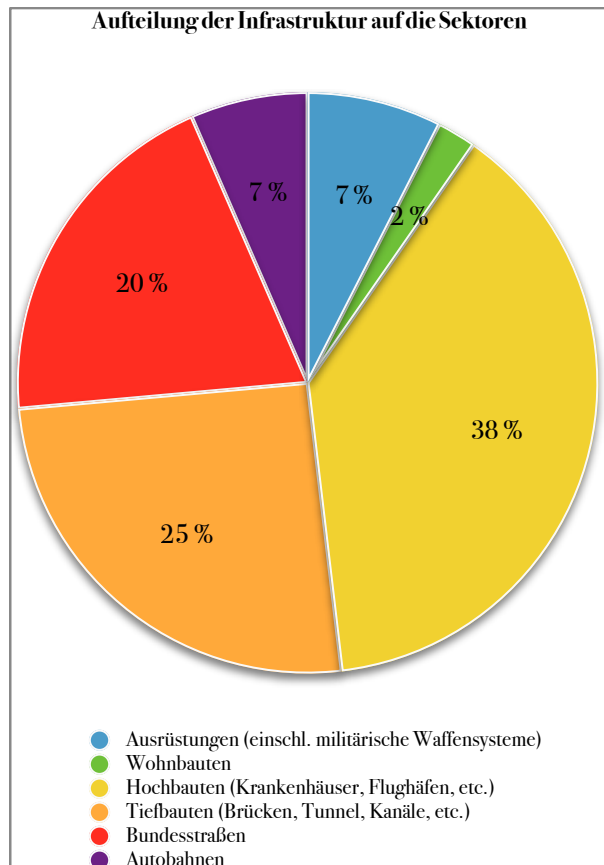
talstock bzw. die Infrastruktur, weder im Koalitionsvertrag noch in den Medien diskutiert wird. Die Basis für ein erfolgreiches nachhaltiges Wachstum einer Volkswirtschaft stellt jedoch gerade eine funktionierende Infrastruktur dar. Deshalb überrascht es, dass trotz des seit Jahren zu beobachteten scharfen Rückgangs des Kapitalstocks (s. nachstehende Grafik) diese Problematik nicht thematisiert wurde. Was wird in dieser Grafik dargestellt?

Entwicklung der Nichtwohnbauten in Deutschland (Staat)



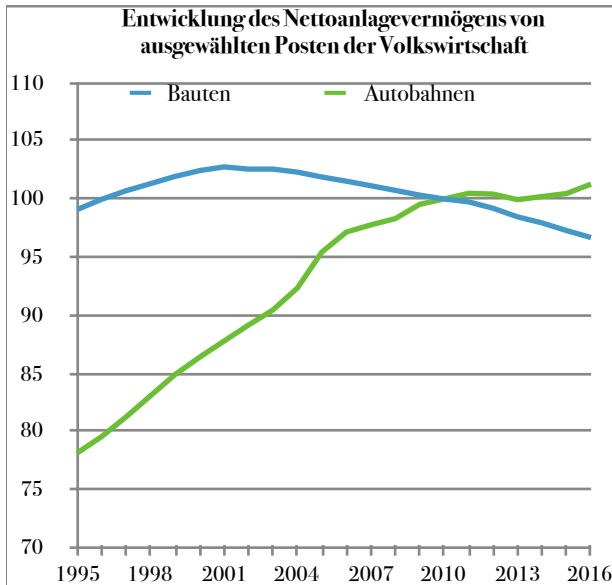
Bei den Daten handelt es sich um den preisbereinigten Index der sogenannten Nichtwohnbauten. Hier wird also die Nettoentwicklung des öffentlichen Kapitalstocks abgebildet, d.h. vor allem Strassen, Krankenhäuser, Brücken, Tunnel, Kanäle, Schulen, Flughäfen, etc.. Wie aus dem nachstehenden Chart

Aufteilung der Infrastruktur auf die Sektoren



ersichtlich, machen diese sogenannten Nichtwohnbauten insgesamt 91 % am gesamten Anlagevermögen der deutschen Volkswirtschaft aus.

Wenig überraschend ist, dass bei den Bauten die Entwicklung der Autobahnen (ca. 7 % am gesamten Kapitalstock) eine deutlich bessere Tendenz aufweist als die sonstigen Bauten. Augenscheinlich hat hier eine starke Lobby die Weichen gestellt.



Der Rückgang des Kapitalstocks ist bedenklich, denn ohne eine Anpassung wird die schleichende Erodierung des Kapitalstocks früher oder später die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands mindern. Auch vor diesem Hintergrund ist der Aufschwung nicht so solide wie er erscheint und die aktuelle Stärke des Euro erscheint langfristig nicht nachhaltig.

## China

In China sind die Daten zur Wirtschaftsentwicklung gemischt, da in einigen Sektoren eine Wachstumsabschwächung zu verzeichnen ist, das Wachstum aber insgesamt stärker als erwartet ausfällt. Wir glauben, dass viele Analysten nach wie vor die Dynamik der Informationstechnologie in der chinesischen Wirtschaft unterschätzen und der „alten“ Wirtschaft zu viel Gewicht beimessen. Obwohl das Gewicht des IT Sektors mit rund 3 % sehr klein ist, leistet dieser Sektor mit einer Wachstumsrate von über 30 % einen immer grösseren Beitrag zum Sozialprodukt.

## Fazit

Der Zinsanstieg der vergangenen Wochen hat vor dem Hintergrund der hohen Bewertung des amerikanischen Aktienmarktes für Verstimmung an den Börsen gesorgt. Für die weitere Entwicklung kommt es jetzt nicht nur darauf an, ob sich der Zinsanstieg fortsetzt, sondern auch darauf, ob der Zinsanstieg „lediglich“ der guten Wirtschaftsentwicklung folgt, oder Ausdruck einer steigenden Inflationsrate ist. Sollte sich der Anstieg der Stundenlöhne letzten Monats wirklich als Fehlalarm erweisen, so sind gerade aufgrund der guten Gewinnentwicklung auch wieder freundlichere Aktienmärkte möglich. Da der Zinstrend jedoch dennoch aufwärts gerichtet ist, wird die hohe Volatilität in den nächsten Monaten anhalten.

Bad Homburg, im Februar 2018

Willi Ufer

Jürgen Brückner